



HAL
open science

Quelle union budgétaire pour la zone euro ?

Agnès Bénassy-Quéré, Xavier Ragot, Guntram Wolff

► **To cite this version:**

Agnès Bénassy-Quéré, Xavier Ragot, Guntram Wolff. Quelle union budgétaire pour la zone euro ?. Notes du conseil d'analyse économique, 2016, 29. hal-03567880

HAL Id: hal-03567880

<https://sciencespo.hal.science/hal-03567880>

Submitted on 12 Feb 2022

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Quelle union budgétaire pour la zone euro ?

Les notes du conseil d'analyse économique, n° 29, février 2016

Le choix de faire l'euro sans union budgétaire a été remis en cause par la crise.

Des trois fonctions traditionnelles de la politique budgétaire – financement de biens publics, redistribution et stabilisation macroéconomique – seule la dernière se justifie véritablement au niveau de la zone euro plutôt que de l'Union européenne. Une politique insoutenable dans un État membre déstabilise l'ensemble de la zone, tandis que chaque politique nationale a aussi des effets de demande qui dépassent les frontières. Le « chacun pour soi » affaiblit la zone euro, mais la coordination des dix-neuf budgets nationaux s'avère extrêmement difficile.

En pratique, la politique budgétaire dans la zone euro (et ailleurs) accentue plus souvent qu'elle ne lisse le cycle économique : ce résultat fâcheux provient de la part discrétionnaire de la politique budgétaire, tandis que les stabilisateurs automatiques fonctionnent dans le bon sens.

Dans un pays fédéral, la stabilisation budgétaire est généralement assignée au niveau fédéral, sur la base d'un budget substantiel. Un tel budget n'étant pas réaliste dans la zone euro à ce stade d'intégration politique et sociale, la stabilisation budgétaire continuera de reposer essentiellement sur les politiques nationales.

Pour accroître le pouvoir stabilisant des politiques nationales tout en maintenant leur soutenabilité de long terme, nous identifions trois pistes. Tout d'abord, il faudrait éviter d'imposer des ajustements budgétaires contre-productifs dans des pays en crise. Pour y parvenir, la restructuration

des dettes souveraines devrait être rendue possible grâce au renforcement de l'union bancaire et à un élargissement du domaine d'intervention du Mécanisme européen de stabilité (MES). Ensuite, en période exceptionnelle (bonne ou mauvaise), la politique budgétaire devrait être guidée par le futur Conseil budgétaire européen, tandis que le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) s'appliquerait pleinement durant les périodes « normales ». De fait, la coordination budgétaire est surtout nécessaire durant les périodes exceptionnelles, au cours desquelles la Banque centrale européenne à elle seule ne parvient pas à stabiliser l'économie de la zone euro. Enfin, la « flexibilité » du PSC en fonction de la conjoncture devrait s'exercer *via* des comptes d'ajustement par pays plutôt que par « des règles dans les règles », voire des décisions discrétionnaires. Ces comptes permettraient de transférer d'une période de bas de cycle à une période de haut de cycle les dépenses incrémentales d'investissement ou d'assurance chômage.

Enfin, nous recommandons la mise en place d'une assurance « fédérale » en cas de chocs de grande ampleur. Celle-ci devrait reposer sur des stabilisateurs automatiques et ne pas induire de conditionnalité. Un candidat intéressant à cet égard serait un système européen de (ré)assurance chômage. Tous les pays satisfaisant à une harmonisation minimum de leurs marchés du travail (de toute façon souhaitable pour le fonctionnement de l'union monétaire) participeraient à cette assurance, moyennant des cotisations modulées en fonction de critères objectifs.

Cette note est publiée sous la responsabilité des auteurs et n'engage que ceux-ci.

^a École d'économie de Paris, Université de Paris 1, membre du CAE.

^b Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE), CNRS et École d'économie de Paris, membre du CAE.

^c Bruegel (Belgique), membre du CAE.

L'idée de compléter l'union monétaire européenne avec une forme de fédéralisme budgétaire n'est pas nouvelle. En 1977, le rapport MacDougall suggérait déjà un budget de l'ordre de 5 à 7 % de PIB dans un premier temps, l'objectif de long terme étant une « Fédération en Europe dans laquelle les dépenses fédérales représenteraient 20-25 % du PIB comme aux États-Unis ou en République fédérale d'Allemagne » (pp. 10-11)¹.

Quinze ans plus tard, le traité de Maastricht n'apportait aucune forme d'union budgétaire, sinon dans le sens étroit de la discipline budgétaire dont le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) constituait la traduction opérationnelle. S'il existait bien un budget commun, c'était au niveau de l'Union européenne, non de la zone euro.

Cette omission n'était naturellement pas fortuite. Les résistances politiques au partage de ressources fiscales et de souverainetés politiques étaient fortes dans de nombreux pays. Alors que des chercheurs et hauts fonctionnaires plaidaient la cause de l'intégration budgétaire, aucun accord politique ne fut trouvé. Certains soutenaient que l'union budgétaire et politique suivrait l'intégration monétaire, d'autres considéraient que la construction de Maastricht serait stable.

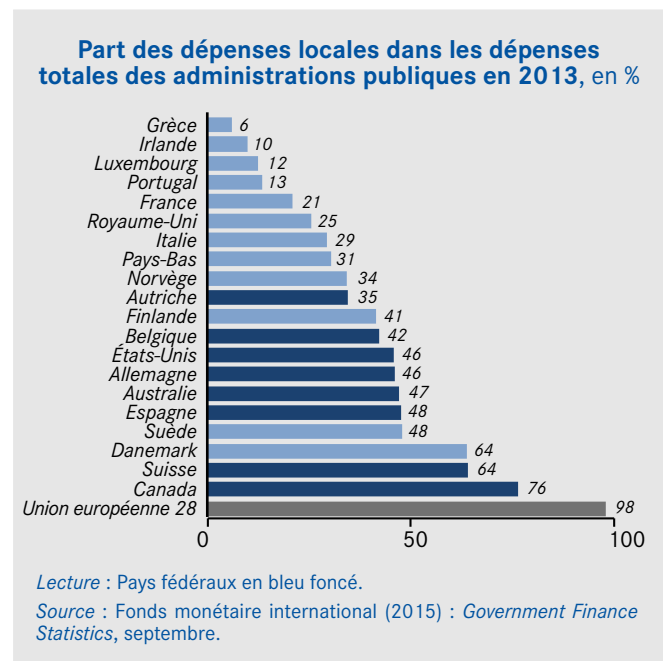
Le débat a été ravivé en 2010 par la crise dans plusieurs États membres. Le Fonds européen de stabilité financière (FESF), puis le Mécanisme européen de stabilité (MES) ont été mis en place pour disposer d'un instrument budgétaire face aux risques systémiques au sein de la zone euro. Le FESF-MES prête aux États en difficulté conditionnellement à des programmes d'ajustement visant à s'assurer de leur solvabilité. En outre, dans le contexte de l'union bancaire, un fonds européen de résolution de petite taille a été décidé.

En décembre 2012, le *Rapport Van Rompuy*² allait plus loin en proposant une « capacité budgétaire » dans la zone euro pour « améliorer l'absorption des chocs économiques affectant certains pays grâce à un système d'assurance au niveau central » (p. 5). En juin 2015, le *Rapport des cinq Présidents*³ soulignait que « toutes les unions monétaires matures ont mis en place un mécanisme commun de stabilisation macro-économique pour mieux absorber les chocs auxquels il est impossible de faire face au seul niveau national » (p. 17). Ce dernier rapport proposait de travailler à « un mécanisme de stabilisation budgétaire » qui permettrait d'« atténuer les effets des chocs macroéconomiques de grande ampleur et ainsi rendre l'Union économique et monétaire (UEM) globalement plus résiliente » (p. 17).

L'objet de cette *Note* est d'examiner quels types d'instruments budgétaires seraient à même d'améliorer le fonctionnement de l'union monétaire, au-delà des instruments existants.

Pourquoi débattre d'une union budgétaire ?

Les États disposent généralement de budgets substantiels au niveau central, tandis que les dépenses locales dépassent rarement la moitié de l'ensemble des dépenses publiques (graphique)⁴. Dans les États fédéraux, la part de la dépense locale est plus importante, jusqu'à 76 % au Canada. Considérée comme une fédération, l'Union européenne est totalement atypique, les budgets « locaux » (au niveau des États membres) représentant 98 % du total des dépenses. De son côté, la zone euro n'a pas de budget propre, si ce n'est la capacité de prêt du MES (500 milliards d'euros en 2016, soit de l'ordre de 10 % des budgets des États membres).



Selon la classification conventionnelle⁵, un budget fédéral remplit trois fonctions : financer des biens publics qui sont communs à toutes les régions, comme les infrastructures, la recherche, la diplomatie ou la défense ; effectuer des trans-

Les auteurs remercient Aurélien Eyquem, Conseiller scientifique, qui a assuré le suivi de ce travail au sein de l'équipe permanente du CAE ainsi que Paul Berenberg-Gossler, assistant de recherche.

¹ Commission des communautés européennes (1977) : *Report of the Study Group on the Role of Public Finance in European Integration*, Rapport MacDougall, avril, traduction des auteurs.

² Van Rompuy H., J.M. Barroso, J-C. Juncker et M. Draghi (2012) : *Vers une véritable union économique et monétaire*, Rapport des quatre Présidents, Commission européenne, 5 décembre.

³ Juncker J-C., D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi et M. Schulz (2015) : *Compléter l'Union économique et monétaire européenne*, Rapport des cinq Présidents, Commission européenne, 22 juin.

⁴ Au niveau d'un pays, les dépenses publiques recouvrent les dépenses de l'État central, des administrations locales et des administrations de Sécurité sociale. Les administrations locales comprennent les communes, les régions et, le cas échéant, les États fédérés.

⁵ Musgrave R. et P. Musgrave (1989) : *Public Finance in Theory and Practice*, McGraw Hill.

ferts entre les régions, dans le souci de corriger des inégalités géographiques ou historiques et de maintenir la cohésion nationale ; stabiliser l'économie, c'est-à-dire atténuer les fluctuations conjoncturelles au niveau fédéral ou local, les budgets locaux étant généralement contraints par des règles strictes d'équilibre⁶.

Jusqu'à présent, le petit budget de l'Union européenne a été entièrement consacré aux deux premières fonctions. Ceci soulève trois questions. Le budget de l'Union européenne doit-il être étendu et/ou réorienté ? Faut-il ajouter un budget à un autre échelon comme celui de la zone euro ou de l'espace Schengen ? Enfin, la zone euro a-t-elle besoin de ressources fédérales pour la fonction de stabilisation ?

Sur la première question, nous sommes d'accord avec ceux qui plaident pour un budget de l'Union européenne plus efficace et orienté vers les enjeux d'avenir⁷. La deuxième question est celle d'une Europe à plusieurs vitesses. La sécurité, les politiques relatives aux réfugiés et le contrôle des frontières extérieures sont des biens publics communs à l'espace Schengen, qui ne coïncide ni avec l'Union européenne ni avec la zone euro et pourrait justifier un budget spécifique. Au niveau de la zone euro, même s'il n'y a pas de budget au sens strict, le MES contribue à un bien public commun spécifique : la stabilité financière.

La zone euro devrait-elle se doter d'un budget spécifique pour investir dans des biens publics tels que les infrastructures, le capital humain, la transition énergétique, l'accueil des réfugiés ou la sécurité ? D'un côté, la croissance est un sujet d'intérêt commun dans une union monétaire, du fait de son impact sur la soutenabilité des dettes. En outre, la mobilité des travailleurs est primordiale pour le bon fonctionnement de l'union monétaire, si bien que les États membres de la zone euro ont encore plus intérêt que les autres pays de l'Union européenne à sécuriser l'accord de Schengen. Enfin, les pays de la zone euro ont déjà accepté davantage de partage de souveraineté que les autres. D'un autre côté, il est difficile de promouvoir un nouvel échelon budgétaire avant tout réexamen du budget de l'Union européenne et, plus généralement, des responsabilités assignées aux différents niveaux politiques. Un tel réexamen pourrait conduire à davantage d'intégration dans la zone euro si la volonté politique est plus importante à ce niveau, avec les réformes de gouvernance adéquates.

D'un strict point de vue économique, une « union budgétaire pour la zone euro » devrait se concentrer sur la fonction de stabilisation : c'est l'objet de cette *Note*. Notons d'emblée qu'en temps « normal », le dispositif de Maastricht fai-

sait sens : la Banque centrale européenne (BCE) absorbe les chocs affectant l'ensemble de la zone euro en agissant sur les taux d'intérêt ; les politiques budgétaires nationales se concentrent sur les chocs spécifiques, ce qui ne pose pas de problème lorsque les finances publiques sont saines.

Le dispositif maastrichtien a cependant échoué aussi bien avant que pendant la crise⁸. Avant la crise, le PSC n'est pas parvenu, pour diverses raisons, à éliminer les risques de crise d'endettement souverain. Pendant la crise, la BCE a rapidement épuisé ses instruments les plus efficaces d'assouplissement monétaire, tandis qu'un grand nombre d'États membres étaient contraints de durcir leur politique budgétaire du fait de la pression des marchés, des règles du PSC ou des règles budgétaires nationales.

Pour corriger ces dysfonctionnements, la zone euro a introduit le MES et l'union bancaire, et elle a réformé la surveillance macroéconomique et budgétaire (« *six-pack* », « *two-pack* », pacte budgétaire). Il reste à savoir si d'autres outils sont encore nécessaires ou si les outils actuels doivent être révisés pour la stabilisation macroéconomique, qui est un besoin spécifique à l'union monétaire⁹.

Stabilisation budgétaire dans la zone euro

La stabilisation budgétaire est la capacité de la politique budgétaire de soutenir l'économie *via* une hausse des dépenses ou une baisse des prélèvements en période de creux conjoncturel et d'éliminer le déficit lorsque la conjoncture se redresse. Elle est utile au niveau d'un pays, pour faire face à des chocs spécifiques, mais aussi au niveau fédéral, lorsque la politique monétaire est moins efficace qu'habituellement. La politique budgétaire n'est cependant pas le seul canal de stabilisation macroéconomique dans les pays fédéraux.

Le rôle d'un budget fédéral pour la stabilisation macroéconomique

Dans les fédérations existantes, une tâche importante du budget fédéral est la stabilisation macroéconomique à l'échelon infranational (*via* des transferts temporaires) et au niveau national (*via* des emprunts fédéraux). Cet instrument de stabilisation s'ajoute à deux autres canaux plus puissants : la diversification des portefeuilles financiers détenus par les résidents de chaque région et la capacité des agents publics et privés

⁶ Voir Cottarelli C. et M. Guerguil (eds.) (2014) : *Designing a European Fiscal Union, Lessons from the Experience of Existing Federations*, Routledge.

⁷ Voir Sapir A., P. Aghion, G. Bertola, M. Hellwig, J. Pisani-Ferry, J. Viñals et H. Wallace (2003) : *An Agenda for a Growing Europe: The Sapir Report*, Oxford University Press.

⁸ Voir Bénassy-Quéré A. (2015) : « Maastricht Flaws and Remedies » in *The Eurozone Crisis: A Consensus View of the Causes and a Few Possible Solutions*, Baldwin et Giavazzi (eds), CEPR e-book.

⁹ Selon Mundell, un budget fédéral peut compenser en partie la perte d'indépendance monétaire dans une union monétaire, cf. Mundell R. (1961) : « A Theory of Optimum Currency Areas », *American Economic Review*, vol. 51, n° 4, pp. 657-665.



d'emprunter ou prêter au niveau infranational¹⁰. On remarque d'ailleurs que la responsabilité de la supervision bancaire et de la stabilité financière incombe toujours au niveau fédéral et non aux autorités locales. Ainsi, on ne peut qu'approuver le projet d'une union des marchés de capitaux dans le but d'approfondir les marchés et de stimuler les flux de capitaux transfrontière, en particulier sur les marchés actions. Cependant, les propositions actuelles de la Commission européenne sont bien trop timides pour atteindre l'objectif de marchés de capitaux intégrés et stables : pour cela, il faudrait harmoniser les règles comptables, les procédures d'insolvabilité, la transparence des entreprises et la fiscalité¹¹.

Il est parfois avancé que, grâce à un système bancaire plus solide et un niveau de dettes publiques et privées plus bas, la zone euro n'aura plus besoin d'instrument budgétaire de stabilisation : la « réduction du risque » remplacerait en quelque sorte « le partage du risque »¹². Il s'agit au mieux d'une vision de long terme. Les efforts louables pour renforcer le secteur bancaire à l'aide d'une supervision tant micro que macro-prudentielle n'écarteront pas l'éventualité d'une crise financière et économique sérieuse. C'est pourquoi il importe de disposer de suffisamment d'instruments de stabilisation.

En période de crise, quelle que soit la « flexibilité » du PSC, un État membre peut perdre sa capacité à stabiliser son économie. C'est la raison d'être du Mécanisme européen de stabilité (MES) qui se substitue temporairement aux prêteurs privés et apporte des financements soumis à conditionnalité. Mais le MES est un dispositif d'assistance mutuelle et non le substitut d'un budget fédéral, pour lequel des compétences seraient transférées au niveau central¹³.

Transférer une part significative des dépenses publiques des États membres vers la zone euro constituerait un pas de géant en termes d'intégration. Une telle décision irait bien au-delà des politiques de stabilisation en touchant le cœur des préférences des États membres, qui sont ancrées dans l'histoire de chaque pays. Aujourd'hui, le besoin de coopération n'a jamais été aussi fort dans des domaines tels que la défense, le renseignement, l'environnement ou l'accueil des réfugiés. On peut cependant douter que les peuples soient désireux de transférer les pouvoirs de décision correspondants. Quand bien même un tel cap serait franchi, la zone euro ne disposerait pas pour autant d'un outil de stabilisation macroéconomique, ces dépenses n'étant pas liées à la conjoncture.

La construction d'un budget fédéral d'une taille conséquente n'étant pas une option plausible à court et moyen termes, la coordination des politiques budgétaires nationales doit être améliorée. La zone euro demeurera probablement un modèle « hybride » avec des politiques budgétaires essentiellement nationales mais décidées de manière concertée¹⁴.

Stabilisation macroéconomique via les budgets nationaux

Dans la zone euro, en l'absence d'un budget fédéral, la politique budgétaire agrégée est la résultante de dix-neuf politiques budgétaires nationales. Le défi consiste alors à donner du sens à ces politiques combinées, pour trois raisons mises en évidence par la recherche existante :

- les politiques monétaires et budgétaires interagissent entre elles. Quand les politiques budgétaires se relâchent, cela engendre une expansion de la demande et par là de l'inflation, ce qui peut conduire à un durcissement de la politique monétaire. Les politiques budgétaires nationales affectent ainsi les autres États membres *via* la réaction de politique monétaire ;
- la politique budgétaire peut compléter la politique monétaire. Lorsque la politique monétaire bute sur la borne inférieure des taux d'intérêt (zéro), la politique budgétaire devrait être activée pour accroître l'inflation et la demande. Dans une telle situation, la somme des politiques budgétaires nationales devient particulièrement importante ;
- les politiques budgétaires nationales ont des effets directs sur les autres États membres. En temps normal, ces effets de demande directs sont limités et dépendent de la taille et de l'ouverture économiques des pays concernés. Toutefois, à la borne inférieure des taux d'intérêt, une relance budgétaire dans un pays a un effet non ambigu sur les économies voisines¹⁵ qui n'est généralement pas pris en compte au niveau national.

Ces trois effets plaident pour une véritable coordination des dix-neuf États membres de la zone euro entre eux et avec la BCE. Par exemple, les consolidations budgétaires importantes mises en œuvre dans plusieurs États membres en 2012, dans le contexte d'une croissance économique négative et d'une inflation en recul, auraient dû s'accompagner

¹⁰ Dans les États fédéraux, le budget fédéral joue un rôle de stabilisation macroéconomique significatif mais moins important que la capacité d'emprunt et la diversification des portefeuilles. En zone euro, la stabilisation repose uniquement sur la capacité des résidents privés et publics de chaque État à prêter et y emprunter et, dans une moindre mesure, sur la diversification des portefeuilles. Voir, par exemple, Allard C., P.K. Brooks, J.C. Bluedorn, F. Bornhorst, F. Ohnsorge et K.M. Christopherson (2013) : « Toward a Fiscal Union for the Euro Area », *IMF Staff Discussion Note*, n° SDN/13/09. Selon Kalemli-Ozcan S., E. Luttini et B.E. Sørensen (2012) : *Risk-Sharing During the Crisis*, Miméo, le lissage de la consommation s'est détérioré durant la crise récente sous l'effet des contraintes de crédit dans les pays les plus affectés.

¹¹ Véron N. et G. Wolff (2015) : « Capital Markets Union: A Vision for the Long Term », *Bruegel Policy Contribution*, n° 2015/05, avril.

¹² Gern K.J., N. Jannsen et S. Kooths (2015) : *Economic Policy Coordination in Euro Under the European Semester*, Rapport pour le Parlement européen, novembre.

¹³ Pisani-Ferry J. (2011) : *Le réveil des démons*, Fayard, 228 p.

¹⁴ Voir Pisani-Ferry J. (2015) : « Rebalancing the Governance of the Euro Area », *Document de Travail France Stratégie*, n° 2015-02, mai.

¹⁵ Voir Blanchard O.J., C.J. Erceg et J. Lindé (2015) : « Jump Starting the Euro Area Recovery: Would a Rise in Core Fiscal Spending Help the Periphery? », *NBER Working Paper*, n° 21426.

1. Une politique budgétaire pro-cyclique au niveau agrégé

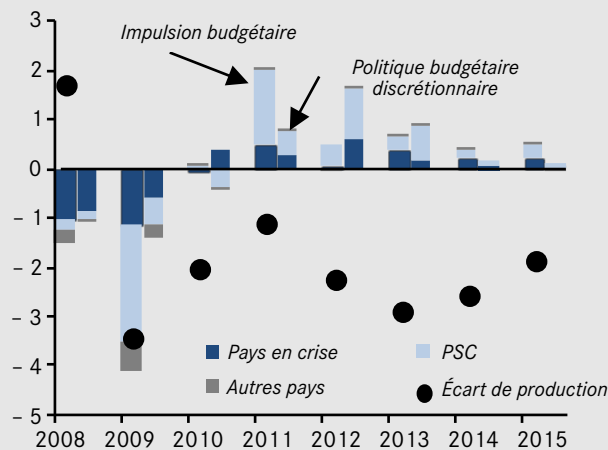
L'orientation de la politique budgétaire au niveau agrégé dans la zone euro peut être mesurée par l'impulsion budgétaire, c'est-à-dire la variation du ratio du solde budgétaire des administrations publiques au PIB : une amélioration du solde budgétaire indique un resserrement budgétaire tandis qu'une dégradation signifie un assouplissement. Ces variations sont jugées contra-cycliques si elles suivent la même direction que le cycle économique et pro-cycliques dans le cas contraire.

L'impulsion budgétaire peut être décomposée en une variation « automatique » liée au cycle économique et en une partie discrétionnaire. Le calcul de la partie discrétionnaire de la politique budgétaire s'appuie, il est vrai, sur des hypothèses discutables sur la croissance potentielle et l'élasticité de la dépense et des revenus par rapport à la croissance du PIB.

Le graphique ci-contre indique la contribution de trois groupes de pays à l'impulsion budgétaire et à sa composante discrétionnaire : pays en crise (sous programme MES), pays dans le volet correctif ou préventif du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) et autres pays^a. La somme de leurs contributions constitue la politique budgétaire au niveau agrégé de la zone euro. Le graphique montre également l'écart de production agrégé sur la même période.

L'impulsion budgétaire et la politique budgétaire discrétionnaire révèlent un schéma similaire : sur cette période de huit ans, la politique budgétaire discrétionnaire agrégée n'a été clairement contra-cyclique qu'en 2009 et en 2011^b. Les années 2008, 2012 et 2013 furent

Impulsion budgétaire et politique budgétaire discrétionnaire de la zone euro : contributions des différents groupes de pays 2008-2015 en % du PIB de la zone euro ou en % du PIB potentiel



Lecture : L'impulsion budgétaire est la variation du solde budgétaire total en pourcentage du PIB de la zone euro ; la politique budgétaire discrétionnaire est la variation dans le solde budgétaire structurel en pourcentage du PIB potentiel de la zone euro ; l'écart de production est l'écart entre PIB et PIB potentiel de la zone euro, en pourcentage du PIB potentiel.

Sources : AMECO et auteurs.

pro-cycliques et les autres années sans orientation marquée. Le graphique montre que les stabilisateurs automatiques ne sont pas assez forts pour compenser une politique discrétionnaire déstabilisante. Enfin, il attribue le caractère pro-cyclique des années 2012-2013 davantage aux pays contraints par le PSC qu'aux pays en crise.

^a La composition des trois groupes varie au fil des années.

^b En 2011 la contra-cyclicité provient d'un resserrement budgétaire alors que l'écart de production est moins négatif que l'année précédente.

soit d'une politique de relance dans d'autres États membres, soit d'un assouplissement de la politique monétaire. Quand la politique monétaire est contrainte par la borne inférieure des taux, la coordination des politiques budgétaires devient cruciale pour éviter de tomber dans une spirale déflationniste¹⁶. Il revient alors à la collectivité des États membres de répartir l'ajustement budgétaire, au-delà des politiques structurelles qui comptent aussi pour l'inflation.

Indispensable, la coordination des politiques budgétaires s'est cependant révélée insatisfaisante depuis la mise en place de l'euro : celles-ci n'ont pas joué leur rôle de stabilisation macroéconomique depuis 2008, en dehors des années 2009 et 2011 (encadré 1). On peut débattre des rôles respectifs des politiques budgétaire et monétaire en 2012-

2013, et de la contrainte exercée par les marchés ou par les règles budgétaires. La performance macroéconomique globale de la zone euro et la faiblesse persistante de l'inflation restent à nos yeux une raison forte et suffisante pour rechercher à améliorer le système. La boîte à outils de la gouvernance européenne ne permet pas à l'heure actuelle de décliner l'orientation budgétaire souhaitable pour l'ensemble de la zone euro au niveau des différents États membres¹⁷.

La pro-cyclicité de la politique budgétaire de la zone euro (à savoir son inclination à renforcer le cycle plutôt qu'à l'atténuer) n'est pas un pur résultat de la crise. Dans les années 1995-2008, la politique budgétaire s'est révélée en moyenne expansionniste en périodes de forte croissance et restrictive pendant les périodes de ralentissement¹⁸. D'autres pays,

¹⁶ Voir notamment les analyses de Independent Growth Survey Consortium (iAGS) (2016) : *Give Recovery a Chance*, iAGS Report.

¹⁷ C'était déjà la conclusion de Darvas et Vihriälä en 2013 : « L'orientation d'ensemble de la politique budgétaire est un concept largement vide » (p. 6), cf. Darvas Z. et E. Vihriälä (2013) : « Does the European Semester Deliver the Right Policy Advice? », *Bruegel Policy Contribution*, n° 2013/12, septembre.

¹⁸ Résultats disponibles auprès des auteurs.

comme le Royaume-Uni, le Canada et l’Australie sont dans le même cas. Néanmoins, les États-Unis, le Japon ou la Suisse ont été capables de politiques contra-cycliques. La stabilisation budgétaire n’est pas une tâche facile mais la zone euro apparaît comme particulièrement peu performante : la stabilisation budgétaire discrétionnaire ne fonctionne pas, tandis que la stabilisation automatique fonctionne mais ne compense que partiellement une politique budgétaire discrétionnaire pro-cyclique¹⁹.

Ce biais pro-cyclique s’explique aisément : pendant une expansion, il y a une incitation politique forte à dépenser les recettes fiscales supplémentaires (la « cagnotte ») plutôt qu’à réduire la dette publique. Parce que la dette publique n’a pas été réduite, la marge de manœuvre budgétaire manque pour soutenir l’économie dans les phases de retournement. La question dès lors est de savoir si et comment une « union budgétaire » pourrait réussir là où le PSC a échoué. Comme les budgets nationaux sont susceptibles de conserver un rôle important à l’avenir, nous commençons par examiner la capacité de stabilisation au niveau national avant d’analyser les instruments possibles au niveau de la zone euro.

Les politiques budgétaires nationales

Un défi majeur est de restaurer la capacité stabilisatrice des budgets nationaux au niveau national et, lorsque c’est nécessaire, de mettre en œuvre une coordination pour que chaque budget national contribue à la stabilisation macroéconomique au niveau de l’ensemble de la zone. Cela implique :

- davantage de pression pour réduire l’endettement quand la conjoncture est normale ou bonne, afin de permettre la stabilisation budgétaire lorsque la conjoncture se dégrade ;
- la possibilité, le cas échéant, de restructurer une dette publique, de façon à éviter des mesures d’austérité excessives et à rendre les règles plus crédibles ;
- une flexibilité des règles du PSC quand la conjoncture est mauvaise ;
- une capacité à coordonner les politiques budgétaires, en particulier lorsque la politique monétaire perd de son efficacité.

Assurer des politiques budgétaires saines

Une question très débattue est la responsabilité de l’indiscipline budgétaire dans la genèse de la crise. Certes, la crise grecque tire son origine d’une mauvaise gestion des finances publiques. Mais dans d’autres pays, c’est plutôt la croissance

excessive du crédit qui a joué, la dégradation des finances publiques étant la conséquence et non la cause de la crise²⁰. Se posent alors trois questions fondamentales :

- comment éviter les bulles financières ?
- comment protéger les finances publiques en cas de crise financière ?
- comment conserver des finances publiques saines ?

Les politiques micro- et macroprudentielles ont un rôle important à jouer pour réduire le risque de bulles (première question), sans toutefois l’éliminer, ce qui nous amène à la deuxième. Les nouvelles procédures de résolution des défaillances bancaires, qui reposent avant tout sur la participation des créanciers privés, vont contribuer à réduire l’impact des crises financières sur les finances publiques. Mais cela ne suffit pas. Pour briser la boucle risque souverain – risque bancaire, il faudra aussi diversifier les expositions des banques au risque souverain, introduire un système de garantie de dépôts, avec un adossement budgétaire commun ; harmoniser également les cadres juridiques et réglementaires (saisies, faillites) qui alimentent aussi cette boucle. Il serait naïf de penser que les nouvelles règles de restructuration bancaire vont à elles seules immuniser les finances publiques des crises financières, surtout lorsque celles-ci sont systémiques.

Enfin, il existe une vaste littérature sur la troisième question. Selon Calmfors et Wren-Lewis²¹, la combinaison de règles budgétaires et de conseils budgétaires indépendants (comme le Haut conseil des finances publiques en France) mis en place dans le cadre du Pacte budgétaire en 2012, peut améliorer la conduite de la politique budgétaire et la gestion de la dette publique. Les conseils indépendants permettent également de mettre en œuvre des règles plus « intelligentes » de façon crédible.

Cependant, la discussion doit tenir compte de l’endettement existant : plusieurs pays de la zone euro vont devoir réduire leurs dettes dans un environnement de faible croissance, avec le risque de ne pas réussir à faire baisser leur taux d’endettement si la croissance est trop faible²². Le cycle politique ou l’anticipation d’un sauvetage pourraient limiter la volonté de certains gouvernements de réduire leur endettement. Pour que les règles restent contraignantes en toutes circonstances, il semble nécessaire de rendre praticable une restructuration en cas d’insolvabilité.

MES, restructurations et stabilité financière

Le MES a actuellement pour mission l’assistance financière aux États membres de la zone euro, sous conditionnalités

¹⁹ Il existe une grande hétérogénéité entre les pays membres. Ainsi, la politique budgétaire est beaucoup moins pro-cyclique en Allemagne qu’en Espagne.

²⁰ Voir, par exemple, *Rebooting the Eurozone: Step 1 – Agreeing a Crisis Narrative*, VoxEU.org, 20 novembre 2015.

²¹ Calmfors L. et S. Wren-Lewis (2011) : « What Should Fiscal Councils Do? », *CESifo Working Paper*, n° 3382, pp. 649-695. Calmfors L. (2015) : « The Role of Fiscal Rules, Fiscal Councils and Fiscal Union in EU integration », *IFN Working Paper*, n° 1076.

²² Pour une discussion sur le multiplicateur budgétaire en fonction du cycle économique, voir le rapport iAGS de 2016, *op. cit.*

strictes, lorsque la stabilité de la zone euro est menacée. Son intervention atténue la brutalité de l'ajustement budgétaire dans des pays qui, bien que solvables, sont exclus des marchés par des taux d'intérêt trop élevés. Si l'ajustement budgétaire imposé par le MES a pu être trop ambitieux dans certains cas, il ne fait aucun doute que sans cette assistance, et en l'absence de restructuration de dettes, l'ajustement aurait été encore plus violent.

Faudrait-il mettre en place des mécanismes de restructuration fondés sur des règles, comme certains le proposent²³ ? D'un côté, il faut éviter des situations comme celle de la Grèce, où la menace d'insolvabilité finit par mettre en doute l'appartenance à l'union monétaire. Il faut aussi éviter que, parce que ces deux sujets deviendraient liés, des pays entrent dans des programmes d'austérité excessive pouvant s'avérer contre-productifs. Ceci justifie des restructurations de dettes significatives intervenant relativement tôt²⁴. Enfin, un système clair de restructuration des dettes pourrait relancer la discipline des marchés dans la zone euro, et par conséquent des incitations à la responsabilité budgétaire.

D'un autre côté, la possibilité de restructurations précoces soulève des problèmes d'aléa moral. En effet, la solvabilité d'un État est essentiellement une question politique. Offrir une échappatoire en permettant de restructurer facilement la dette pourrait, en amont, affaiblir la responsabilité budgétaire des États. La situation actuelle, dans laquelle la restructuration est possible mais douloureuse à cause du programme d'ajustement imposé par les « institutions » européennes, offre peut-être un bon équilibre entre la discipline des marchés et la responsabilité des États. De fait, les pays fédéraux ont tendance à se fier plutôt aux règles et au contrôle central qu'à la discipline de marché lorsque des entités infranationales de grande taille sont en difficulté. La restructuration des dettes infranationales est relativement rare et elle n'est pas organisée *a priori* (encadré 2).

L'enjeu central est donc moins d'instaurer un cadre explicite de restructuration des dettes souveraines que de rendre de telles restructurations possibles en pratique quand un État s'avère insolvable. Aujourd'hui restructurer une dette soulève trois difficultés :

- un problème d'action collective (existence de passagers clandestins) ;
- la résistance du secteur bancaire, plus particulièrement dans le pays concerné ;
- le risque de contagion.

²³ Cf. Gianviti F., A.O. Krueger, J. Pisani-Ferry, A. Sapir et J. von Hagen (2010) : « A European Mechanism for Foreign Debt Resolution: A Proposal », *Bruegel Blueprint*, n° 10 ; Committee on International Economic Policy and Reform (2013) : *Revisiting Sovereign Bankruptcy*, Brookings, octobre ; Corsetti G., L.P. Feld, P.R. Lane, L. Reichlin, H. Rey, D. Vayanos et B. Weder di Mauro (2015) : *A New Start for the Eurozone: Dealing with Debt, Monitoring the Eurozone 1*, VoxEU.org.

²⁴ Reinhart et Trebesch et Asonuma et Trebesch montrent que les restructurations de dettes sous forme de décotes nominales ont en moyenne un effet positif sur les économies concernées, contrairement aux formes plus légères de restructuration, et qu'une restructuration précoce (avant défaut) implique une décote plus faible et un PIB plus élevé, cf. Reinhart C.M. et C. Trebesch (2016) : « Sovereign Debt Relief and its Aftermaths », *Journal of the European Economic Association*, vol. 14 n° 1, février et Asonuma T. et C. Trebesch (2015) : « Sovereign Debt Restructurings: Preemptive or Post-Default », *CESifo Working Paper*, n° 5605. En outre, les pays de la zone euro bénéficient du soutien du MES et éventuellement des interventions de la BCE pour limiter les effets négatifs d'une restructuration sur l'accès au marché et sur les taux d'intérêt.

2. Crises budgétaires infra-nationales dans les pays fédéraux

Cordes et al. (2015)^a ont étudié seize épisodes de crises budgétaires infranationales dans des pays fédéraux entre 1975 et 2012. Ils trouvent peu de cas de restructurations. Celles-ci concernent soit de petites entités (cantons ou communes), soit des épisodes au cours desquels la dette fédérale elle-même est restructurée. La principale exception historique est la restructuration des dettes d'États américains dans les années 1840. Des systèmes de restructuration préétablis sont également rares et, quand ils existent, ils sont peu utilisés. L'exception est le *Chapter 9* aux États-Unis qui encadre la restructuration des dettes d'entités infranationales et d'agences publiques. Ce dispositif a été utilisé récemment pour le comté de Jefferson (Alabama, 2011) et les villes de San Bernardino (Californie, 2012) et Detroit (Michigan, 2013). Toutefois, les États et le District de Columbia n'ont pas recours au *Chapter 9*. La moitié des états ont interdit la procédure de faillite pour les entités infraétatiques.

La plupart des crises infranationales de l'échantillon ont en fait été résolues par une forme de soutien fédéral : garanties, prêts directs ou indirects, transferts. En général, des conditionnalités ont été appliquées, avec à la clé des sanctions financières ou administratives en cas de non-respect. Dans certains cas (ville de New York en 1975, District de Columbia en 1996, certaines entités sud-africaines en 2011-2012), les prêts accordés par le gouvernement fédéral ont été liés à un contrôle administratif direct du budget. Dans d'autres cas (Brême et la Saare en 1994-2004), l'indiscipline budgétaire a repris à l'issue du programme.

Selon Cottarelli et Guerguil (2015)^b, la discipline budgétaire au niveau infranational repose sur une combinaison de discipline de marché et de règles budgétaires que les entités s'imposent souvent elles-mêmes. Ce cadre permet de préserver les incitations adéquates des gouvernements locaux tout en limitant le coût des emprunts.

^a Cordes T., M. Guerguil, L. Jaramillo, M. Moreno-Badía et S. Ylaoutinen (2015) : « Subnational Fiscal Crises » in *Designing a European Fiscal Union*, Cottarelli et Guerguil (eds), Routledge, pp. 198-223.

^b Cottarelli C. et M. Guerguil (2015) : *Designing a European Fiscal Union*, Routledge.

Chacun de ces trois points rend la restructuration des dettes plus difficile et donc moins crédible *a priori*. Le risque est alors une restructuration trop tardive, ce qui entraîne des coûts supplémentaires.



Nous n'aborderons pas ici les problèmes d'action collective. Depuis 2013, les obligations souveraines dans la zone euro comportent des clauses d'action collective (CAC) afin de coordonner une restructuration éventuelle. Des clauses d'agrégation ont été ajoutées pour rendre les CAC plus efficaces en incorporant toutes les obligations d'une classe donnée dans une procédure de restructuration²⁵. Pour faciliter encore l'action collective, les CAC pourraient prévoir une extension automatique des maturités quand un programme MES est décidé²⁶. Cela aiderait le MES à traiter les crises de liquidité en réduisant automatiquement les besoins de financement pendant le programme MES, sans que cela constitue un « événement de crédit ». Cela protégerait aussi le MES contre les erreurs de diagnostic lorsque ce qui ressemble initialement à une crise de liquidité s'avère finalement une crise de solvabilité. Dans un tel cas, la restructuration éventuelle de la dette s'appliquerait à un stock plus important de dettes.

Nous nous intéressons ici aux deux autres objections à la restructuration de dettes souveraines : le risque bancaire et le risque de contagion.

La résistance du secteur bancaire

La résistance du secteur bancaire à un défaut souverain dépend du poids des obligations concernées à l'actif des banques, de la capacité d'absorption des pertes au passif et de l'impact du défaut souverain sur les autres débiteurs de l'économie.

Depuis le début de la crise financière mondiale en 2008, des efforts considérables ont été déployés pour renforcer le passif des banques. À l'actif, cependant, la part des obligations souveraines nationales a augmenté dans un certain nombre de pays. En 2014, par exemple, cette part était de 12 % pour les banques italiennes, 10 % au Portugal et autour de 9 % en Allemagne, Espagne, Belgique²⁷. Une diversification progressive des expositions au risque souverain est un élément essentiel pour la crédibilité d'une restructuration en cas d'insolvabilité d'un État. Une piste est de mettre fin progressivement à l'exemption dont bénéficient les obligations souveraines dans la réglementation relative aux grandes expositions au risque, conjointement avec l'introduction d'un panier diversifié d'obligations qui échapperait toujours à la règle. Certes, la diversification des bilans bancaires pourrait inciter les États à se mettre volontairement en défaut.

Cependant, le coût politique du défaut est généralement important²⁸. Par ailleurs, la présence de CAC dans les contrats doit normalement écarter l'éventualité de défauts injustifiés.

Comme en témoigne la Grèce en 2014-2015, le risque d'une restructuration de la dette souveraine, en particulier lorsqu'il est associé à un risque de sortie de la zone euro²⁹, suscite une fuite des dépôts qui déstabilise le secteur bancaire. Dans le cas grec, le dispositif de liquidité d'urgence (ELA-*Emergency Liquidity Assistance*) a joué le rôle du prêteur en dernier ressort pour le secteur bancaire. Cependant, l'utilisation massive de ce dispositif conduit la Banque centrale à jouer un rôle quasi budgétaire. Un système de (ré)assurance des dépôts au niveau européen aiderait à stabiliser le système bancaire et protégerait la Banque centrale³⁰. Il permettrait aussi de limiter l'impact d'une restructuration sur les coûts de financement de l'économie et donc sur l'activité. Dans un premier temps, la (ré)assurance des dépôts pourrait ne concerner que les banques directement sous le contrôle du Mécanisme unique de supervision³¹.

Comme le mécanisme de résolution unique, le système d'assurance des dépôts serait financé par les contributions des banques elles-mêmes. Cependant, les chocs dans le secteur bancaire peuvent être d'un ordre de grandeur supérieur aux fonds accumulés, lesquels ne seront donc pas entièrement crédibles sans le soutien d'un instrument budgétaire. S'en tenir aux budgets nationaux annihilerait alors les efforts visant à briser le cercle vicieux entre risque souverain et risque bancaire et pérenniserait la fragmentation du système bancaire européen. Le MES devrait ici jouer un rôle.

Recommandation 1. Compléter l'union bancaire par des incitations à la diversification progressive des risques souverains à l'actif des banques et par un système d'assurance des dépôts garanti par un dispositif budgétaire commun.

Le risque de contagion

Envisager une restructuration de dette souveraine dans un pays membre pourrait déclencher une crise dans un autre pays

²⁵ Voir Committee on International Economic Policy and Reform (2013), *op. cit.* Le rapport propose des modifications supplémentaires afin de rendre les clauses d'action collective plus efficaces.

²⁶ Voir Weber A., J. Ulbrich et K. Wendorff (2011) : « Safeguarding Financial Market Stability, Strengthening Investor Responsibility, Protecting Taxpayers: A Proposal to Reinforce the European Stability Mechanism through Supplementary Bond Issuance Terms », *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 3 mars. On pourrait objecter que l'extension automatique de maturité renchérirait les emprunts et paniquerait les investisseurs lorsqu'un État est considéré comme proche d'un programme MES. Même s'il est difficile d'établir des prédictions fiables, il faut noter que des craintes similaires soulevées par l'introduction des CAC ne se sont pas matérialisées. Voir Carletti E., P. Colla, M. Gulati et S. Ongena (2015) : *No Mere Walk on the Beach. Are Collective Action Clauses Introduced in European Sovereign Bonds Actually Priced?*, Miméo, janvier. En outre, les opérations monétaires sur titre de la BCE et les lignes de précaution du MES (voir plus bas) contribueront à contenir la contagion à d'autres pays.

²⁷ Voir ESRB (2015) : *European Systemic Risk Board Annual Report*.

²⁸ Voir Borenstein E. et U. Panizza (2008) : « The Costs of Sovereign Default », *IMF Working Paper*, n° 08/238, octobre.

²⁹ Selon von Bogdandy *et al.* (2015), une restructuration de la dette détenue par des créanciers officiels est juridiquement compatible avec l'appartenance à l'union monétaire, *cf.* Von Bogdandy A., M. Fratzscher et G. Wolff (2015) : « Greece's Debt Burden Can and Must Be Lightened Within the Euro », *Bruegel Opinion*, 5 août.

³⁰ Voir la proposition de la Commission pour mettre en place un système européen de garantie des dépôts, Commission européenne (2015) : *Completing the Banking Union*, COM(2015) 587 Final, 24 novembre.

³¹ Cette première étape pourrait accélérer la restructuration des petites banques dans les pays les plus fragiles.

membre à travers un effet direct ou bien un pur effet de contagion, tout particulièrement durant la période de transition où les dettes publiques resteront à un niveau élevé. Une façon de contourner ce problème est l'utilisation des Opérations monétaires sur titres (OMT) : la BCE se tient prête à acheter des obligations souveraines sur le marché secondaire pour des montants potentiellement illimités, à condition qu'un programme d'ajustement soit appliqué. Mais les OMT n'ont pas été utilisées jusqu'à présent et pourraient devenir compliquées à mettre en œuvre après une longue période d'assouplissement quantitatif³². C'est pourquoi le MES devrait pouvoir fournir automatiquement un financement relais aux pays membres respectant le PSC mais souffrant d'une hausse soudaine de leurs taux d'intérêt d'emprunt. L'existence d'un tel instrument rendrait plus crédible la mise en œuvre effective d'une restructuration en cas d'insolvabilité. Elle devrait aussi limiter la discontinuité et donc le stigmate associé au fait d'entrer dans un programme MES³³.

Recommandation 2. Renforcer le Mécanisme européen de stabilité (MES) pour qu'il puisse agir comme pare-feu en cas de restructuration d'une dette souveraine.

Flexibilité en période de crise

Des règles budgétaires crédibles sont essentielles en union monétaire. Elles guident les marchés et la Banque centrale quant à l'évolution future de variables clés de politique économique³⁴, réduisent le risque de voir apparaître des politiques insoutenables ayant des effets négatifs sur l'ensemble de l'union et offrent un cadre de discussion budgétaire transparent entre États membres.

Toutefois, il est impossible de mettre au point des règles qui prévoient tout et indiquent une politique optimale à suivre dans chaque cas. En cas de crise majeure et lorsque la politique monétaire est contrainte par la borne inférieure des taux d'intérêt, les règles peuvent par exemple empêcher certains membres de la zone euro de contribuer à une orientation budgétaire adaptée au niveau agrégé, tout en ne contraignant pas d'autres membres à conduire des politiques contra-cycliques.

Les règles du PSC sont sujettes à trois types de flexibilité en cas de crise. Les pays sous volet préventif du Pacte peuvent

ralentir leur effort d'ajustement budgétaire, selon un barème dépendant de leurs taux de croissance et d'endettement³⁵. Les pays sous volet correctif peuvent voir leur trajectoire d'ajustement redéfinie par la Commission sur une base discrétionnaire. Enfin, les circonstances exceptionnelles peuvent être invoquées lorsque la zone euro dans son ensemble est considérée comme traversant une crise majeure.

Même si elles sont bienvenues, ces flexibilités restent insuffisantes, pour des raisons tant économiques que de gouvernance.

D'un point de vue économique, la flexibilité du PSC concerne essentiellement les pays sous volet préventif et elle n'élimine pas les politiques qui accentuent le cycle économique. Les pays sous volet correctif sont concernés si leur croissance est vraiment mauvaise, mais dans ce cas la pression des marchés risque de contraindre ces pays à des politiques procycliques. Cependant, le plus important est que les pays qui respectent le PSC ne sont, par définition, pas concernés par sa flexibilité. Si la zone euro dans son ensemble est en situation de crise, il n'y a aucun moyen de contraindre ces pays à conduire des politiques de relance³⁶.

Du point de vue de la gouvernance, la flexibilité des règles budgétaires dépend entièrement du jugement de la Commission, tandis que les sanctions sont décidées par le conseil Ecofin ou par l'Eurogroupe. Le problème vient du fait que l'Eurogroupe, qui réunit les ministres des Finances des pays membres, n'est pas responsable devant la zone euro dans son ensemble, chaque ministre étant uniquement responsable au niveau national. Le Parlement européen lui-même semble partagé sur la pertinence d'une orientation budgétaire agrégée³⁷.

La Commission a décidé d'améliorer les discussions autour de l'orientation budgétaire agrégée en créant un Conseil budgétaire européen (CBE)³⁸. Ce conseil indépendant aura pour tâche de fournir des recommandations à la Commission sur l'orientation budgétaire agrégée et la mise en œuvre du PSC. Il renforcera le volet zone euro du Semestre européen³⁹, ses recommandations devant toutefois rester « dans le cadre du PSC ».

La discussion autour de la politique budgétaire agrégée de la zone euro devrait faire explicitement la différence entre les périodes normales et les périodes exceptionnelles au niveau de la zone euro, les interdépendances étant beaucoup plus

³² La BCE a annoncé qu'elle n'acquerra pas plus que 25 % (une part relevée ensuite à 33 %) d'une série de dette publique donnée afin de ne pas avoir de droit de veto en cas de restructuration. Le but est de protéger la BCE d'une violation éventuelle du traité et de limiter les distorsions de prix sur les marchés.

³³ Contrairement à Fuest et Peichl (2012), nous pensons que le MES est un complément et non un substitut à la restructuration de la dette souveraine, cf. Fuest C. et A. Peichl (2012) : « European Fiscal Union: What is It? Does it Work? And Are there Really 'No Alternatives'? », *IZA Policy Paper*, n° 39.

³⁴ Iara A. et G. Wolff (2014) : « Rules And Risk In The Euro Area », *European Journal of Political Economy*, n° 34(C), pp. 222-236.

³⁵ Voir Commission européenne (2015) : *Making the Best Use of the Flexibility within Existing Rules of the Stability and Growth Pact*, COM(2015) 12 final.

³⁶ La Procédure pour déséquilibre macroéconomique pourrait être employée ici mais son efficacité pour infléchir une politique budgétaire est très incertaine.

³⁷ Sur les divisions du Parlement européen à propos de la politique budgétaire, voir Frantescu D.P. (2015) : *EU's Macroeconomic Policy: No Clear Way Forward, as Political Families Disagree*, Vote Watch Europe, 5 novembre. En dépit de nombreux signes d'excès d'offre dans la zone euro, il semble y avoir peu d'intérêt pour une expansion budgétaire au niveau européen. Ainsi, la politique budgétaire tire sa légitimité des parlements nationaux, qui sont, au mieux marginalement impliqués dans la prise de décisions au niveau européen. Voir Hallerberg M., B. Marzinotto et G. Wolff (2016) : « The Europeanization of Eurosceptic Parliaments? The Changing Role of National Parliaments Under the European Semester », *Bruegel Working Paper*, à paraître.

³⁸ Commission européenne (2015) : *Establishing an Independent Advisory European Fiscal Board*, Décision, COM (2015) 8000 Final, 21 octobre.

³⁹ Voir Bénassy-Quéré A. et X. Ragot (2015) : « Pour une politique macroéconomique d'ensemble en zone euro », *Note du CAE*, n° 21, mars.



importantes dans le second cas. La définition des périodes exceptionnelles se ferait en référence à l'absence de marges de manœuvre en matière de politique monétaire.

Une première tâche incombant au CBE serait donc d'identifier ces périodes exceptionnelles sur la base de critères transparents comme le niveau des taux d'intérêt et de l'inflation. Dans de tels cas uniquement, il proposerait une distribution des politiques budgétaires à l'ensemble des pays membres, qu'ils soient sous volet préventif ou correctif du PSC, ou bien en dehors de toute procédure. Ces recommandations, qui déclencheraient la clause dérogatoire du PSC mais aussi une coordination des pays non contraints, permettraient d'échapper à une trappe déflationniste. De manière symétrique, en période exceptionnellement favorable, le CBE pourrait voir plus loin que le PSC et recommander l'accumulation d'importants excédents budgétaires en complément du resserrement monétaire, de manière à réduire les risques de bulles financières et dégager des marges de manœuvre en vue de circonstances moins favorables.

Recommandation 3. Charger le Conseil budgétaire européen d'identifier les périodes exceptionnelles (bonnes ou mauvaises) pour l'ensemble de la zone euro et de formuler des recommandations sur l'orientation budgétaire agrégée de la zone euro et sa déclinaison par pays.

Le Conseil budgétaire européen permettrait d'établir de manière objective les circonstances dans lesquelles une orientation agrégée de la politique budgétaire est nécessaire. Le fait de s'appuyer sur des critères transparents écarterait aussi le risque d'annonces auto-réalisatrices. En période « normale », le besoin de coordination étant moins important, chaque gouvernement serait libre de fixer sa politique budgétaire dans les limites du PSC et sous la surveillance du conseil budgétaire national, conformément au principe de subsidiarité.

En tant qu'organe de conseil, le CBE devra se contenter de recommandations qui ne seront pas contraignantes, laissant la décision aux institutions démocratiques⁴⁰. À terme, il faudra réviser le traité afin de corriger l'asymétrie de la politique budgétaire. En période exceptionnelle, le solde budgétaire de chaque État membre devrait être décidé conjointement au terme d'un processus démocratique qui pourrait s'appuyer sur un vote des ministres des Finances de la zone euro et sur un vote d'une chambre « zone euro » du Parlement européen. À court terme, la mise en œuvre de l'orientation budgétaire de la zone euro reposera uniquement sur la pression des pairs et sur le sens des responsabilités de chaque État membre. De manière alternative, les ministres des Finances de la zone euro pourraient

décider d'activer un fonds qui emprunterait sur les marchés en période difficile pour stimuler la demande, et rembourserait en période favorable, à l'aide d'une ressource commune.

Adapter les règles existantes

Les règles budgétaires actuelles sont complexes, peu transparentes et difficiles à comprendre et à communiquer aux parlementaires. En particulier, le calcul du PIB potentiel et des soldes structurels est extrêmement ardu et conduit à des recommandations de politique budgétaire instables voire parfois erronées. La flexibilité du PSC introduite par la Commission en 2014 est elle-même complexe sans pour autant parvenir à éliminer la pro-cyclicité de la politique budgétaire.

Dans les états fédéraux, les règles budgétaires au niveau infranational sont généralement beaucoup plus simples mais cette simplicité est compensée par un budget fédéral qui se charge de la stabilisation macroéconomique. En l'absence d'un tel budget, il n'y a pas d'autre choix que d'adapter les règles existantes pour rendre les politiques budgétaires à la fois contra-cycliques et soutenables. Nous pensons que ces deux objectifs peuvent être atteints par le biais de comptes d'ajustement nationaux plutôt que par les flexibilités du PSC. En période de crise (définie par le CBE), les états membres auraient la possibilité d'exclure de la mesure du déficit budgétaire certaines dépenses incrémentales. Les montants correspondants seraient consignés dans le compte d'ajustement. En période normale (là aussi définie par le CBE), les dépenses seraient réintégrées dans la mesure du déficit. Ce lissage des dépenses permettrait de simplifier les règles du PSC en éliminant la notion de flexibilité⁴¹.

Afin d'éviter tout effet de cliquet, la liste des dépenses éligibles à ce dispositif devrait être très restrictive. Deux candidats viennent à l'esprit : les dépenses incrémentales d'assurance chômage et d'investissement public :

- dépenses incrémentales d'assurance chômage : si le CBE considère la période comme mauvaise dans un pays, l'augmentation correspondante du chômage devrait être considérée comme cyclique. Exclure de la mesure du déficit public l'augmentation des dépenses d'assurance chômage stimulerait temporairement l'économie. Préserver ces dépenses permettrait aussi de mieux protéger les travailleurs. À un stade ultérieur, ces dépenses supplémentaires pourraient être couvertes par une assurance chômage européenne (cf. *infra*) ;
- dépenses incrémentales d'investissement public : contrairement à la consommation publique, l'investissement public peut souvent être avancé ou retardé sans grand dommage. Pourtant, à l'exception de 2009, l'investissement public dans la zone euro apparaît soit

⁴⁰ L'article 126 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne impose la discipline budgétaire, non la stabilisation budgétaire.

⁴¹ Il est préférable de jouer ici sur les dépenses plutôt que sur les prélèvements qui jouent déjà un rôle de stabilisateurs automatiques. Des taux d'imposition stables dans le temps sont généralement considérés comme un facteur de croissance à long terme, voir, par exemple, Fernández-Villaverde J., P.A. Guerrón-Quintana, K. Kuester et J. Rubio-Ramírez (2011) : « Fiscal Volatility Shocks and Economic Activity », *American Economic Review*, vol. 105, n° 11 pp. 3352-3384. Notons que des comptes d'ajustement sont prévus en Allemagne pour la mise en œuvre du « frein à l'endettement » (*Schuldenbremse*) : lorsque le déficit fédéral structurel dépasse 0,35 % du PIB, l'excès de déficit est porté à un compte de contrôle ; lorsque ce dernier atteint un déficit cumulé de 1 % du PIB, le gouvernement fédéral doit le « rembourser » dès que la conjoncture le permet.

acyclique, soit (depuis 2010) pro-cyclique. Rendre l'investissement contra-cyclique pourrait améliorer significativement la stabilisation macroéconomique au sein de la zone euro. Nous pensons qu'il serait plus facile de rendre l'investissement public contra-cyclique au niveau national qu'au niveau agrégé, où la chaîne de décision est nécessairement plus longue⁴². Pour inciter les États à ne pas réduire l'investissement en cas de crise, toute baisse des dépenses d'investissement pourrait être imputée à la hausse des dépenses de chômage en période de crise.

Dans les deux cas, il faut éviter que les gouvernements nationaux ne décident eux-mêmes si l'économie se trouve en position favorable ou défavorable. Un avantage supplémentaire à placer le CBE au centre du dispositif est également que la définition de la période (favorable ou non) pourrait dépendre aussi de la situation agrégée de la zone euro. La mise en œuvre des comptes d'ajustement aurait représenté de l'ordre de 0,7 % du PIB en 2009 pour la zone euro dans son ensemble.

Recommandation 4. Remplacer la « flexibilité » du Pacte de stabilité et de croissance au regard de la conjoncture par des comptes d'ajustement nationaux permettant de transférer certaines variations de dépenses des périodes défavorables aux périodes favorables, lesquelles seraient définies par le Conseil budgétaire européen.

Assurance chômage européenne et convergence des marchés du travail

Seule solution, à court terme, la coordination des politiques budgétaires restera fragile car la coopération n'est pas naturelle pour des décideurs légitimés par des mandats nationaux, et la mise en œuvre de règles flexibles est difficile. À long terme, il serait préférable de transférer au moins une part de la stabilisation budgétaire au niveau de la zone euro en cas de choc important.

Un budget fédéral pour la zone euro ?

L'idée d'un budget fédéral pour la zone euro se heurte à trois grandes objections : la taille, l'efficacité et l'aléa moral.

La taille

Dans un futur proche, il est difficile d'envisager un budget de taille comparable à ce qui existe dans les pays fédéraux. Dès lors, quel serait le pouvoir de stabilisation d'un budget de l'ordre de 2 % du PIB ? Si un budget de l'ordre de 20 % produit un lissage de 15 % aux États-Unis⁴³, un budget de 2 % ne devrait-il pas produire un lissage de seulement 1,5 % ?

En fait, les budgets fédéraux sont le produit de l'Histoire et ne sont pas uniquement consacrés à la stabilisation macroéconomique. Ils recouvrent les dépenses de fonctionnement des agences fédérales, les dépenses militaires ou des transferts permanents qui sont peu ou pas sensibles aux cycles économiques. Dans la zone euro, un dispositif de stabilisation pourrait être créé avec pour seul objectif de stabiliser les économies. Comme le montrent plusieurs études, un petit budget pourrait produire d'importants transferts temporaires à condition que ce soit son unique objectif, qu'il se concentre sur les chocs importants et soit contraint à l'équilibre budgétaire sur l'ensemble du cycle seulement⁴⁴.

Efficacité

Les recherches à partir de données en « temps réel » (disponibles au moment où les décisions sont prises) montrent que la politique budgétaire peut être contra-cyclique dans ses intentions mais pro-cyclique en termes effectifs⁴⁵. Les raisons tiennent aux erreurs de prévision et aux délais de mise en œuvre de la politique budgétaire. Comme l'illustre le cycle très politique de l'investissement municipal en France⁴⁶, les politiques discrétionnaires ne sont pas nécessairement contra-cycliques. Ainsi, il semble plus sûr de s'appuyer sur les stabilisateurs automatiques. De fait, la plupart des propositions existantes pour un budget de stabilisation de la zone euro s'appuient sur un fonds doté de règles préétablies.

Aléa moral

Ajouter un niveau de dépenses et de prélèvements pose nécessairement la question des interactions entre les différents niveaux⁴⁷. L'assurance macroéconomique fournie à chaque État membre risque également d'orienter les incitations vers moins de responsabilité budgétaire, transformant ainsi des transferts temporaires en transferts permanents⁴⁸.

⁴² En revanche, exclure l'investissement public de manière permanente de la mesure des déficits n'est pas souhaitable car cela introduirait un biais en faveur du capital physique au détriment du capital humain. Barbiero et Darvas proposent un dispositif similaire au nôtre dans un article de 2014, cf. Barbiero F. et Z. Darvas (2014) : « In Sickness and in Health: Protecting and Supporting Public Investment in Europe », *Bruegel Policy Contribution*, n° 2014/02. Étant donné le poids de l'investissement local, des règles infranationales seraient également nécessaires.

⁴³ Voir l'estimation de Sørensen B. et O. Yosha (1998) : « International Risk Sharing and European Monetary Unification », *Journal of International Economics*, n° 45.

⁴⁴ Voir la proposition de Italianer A. et M. Vanheukelen (1992) : « Proposals for Community Stabilization Mechanisms: Some Historical Applications » in *The Economics of Community Public Finances, European Economy*, n° spécial ; et plus récemment, Wolff G. (2012) : « A Budget for Europe's Monetary Union », *Bruegel Policy Contribution*, n° 2012/22 décembre ; Gros D. (2014) : « A Fiscal Shock Absorber for the Eurozone? Insurance with Deductible », *Intereconomics*, n° 2014/4, pp. 1999-203 ; Hebous S. et A. Weichenrieder (2015) : « Towards a Fiscal Union? On the Acceptability of a Fiscal Transfer System in the Eurozone », *SAFE Policy Center, House of Finance, Goethe University, White Paper*, n° 28. Ce dernier travail montre que la proposition Italianer-Vanheukelen aurait conduit l'Espagne à recevoir un transfert de 2 % du PIB par an de 2008 à 2012 après avoir payé des contributions d'1 % par an de 2003 à 2005. Symétriquement, l'Allemagne aurait reçu des transferts de 2003 à 2005 et payé des contributions de l'ordre de 1 % par an durant la crise.

⁴⁵ Voir Cimadomo J. (2012) : « Fiscal Policy in Real Time », *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 114, n° 2, pp. 440-465.

⁴⁶ Voir Besson D. (2002) : « L'investissement des administrations publiques locales : influence de la décentralisation et du cycle des élections municipales », *INSEE Première*, n° 867, octobre.

⁴⁷ Voir Von Hagen J. et I. Harden (1995) : « Budget Processes and Commitment to Fiscal Discipline », *European Economic Review*, vol. 39, n° 3-4, pp. 771-779.

⁴⁸ Voir Feld L. et S. Osterloh (2013) : « Is a Fiscal Capacity Really Necessary to Complete EMU? », *Freiburg Discussion Papers on Constitutional Economics*, n° 13/5.

La question de l'aléa moral doit être prise très au sérieux, et les propositions existantes pour une capacité budgétaire européenne ne sont pas équivalentes en la matière. Par exemple, les incitations nationales à lutter contre le chômage pourraient différer selon qu'une assurance chômage européenne viendrait s'ajouter à l'assurance nationale ou seulement s'y substituer lorsque les chômeurs nationaux arrivent en fin de droits. Les incitations varient également selon que le système se déclenche en fonction du niveau atteint par le taux de chômage ou par sa variation, et en fonction du profilage des contributions dans le temps⁴⁹.

Une (ré)assurance chômage européenne

L'idée d'une assurance chômage européenne (ACE) est aujourd'hui la plus étudiée, qu'elle prenne la forme d'un système complet d'assurance au niveau européen (avec harmonisation des marchés du travail) ou d'un système de (ré)assurance⁵⁰.

Une ACE pourrait s'inspirer des États-Unis où l'assurance fédérale a apporté un soutien aux États de l'ordre de 0,4 % du PIB par an sur la période 2008-2011. Le niveau fédéral interviendrait uniquement en période de crise, uniquement pour allonger la durée d'indemnisation (ainsi, à la fin de la période d'indemnisation, l'étape suivante est l'assistance sociale) et avec co-financement de l'état ou de la région. Conditionner le système aux périodes de crise prononcée réduirait considérablement les problèmes d'aléa moral car un pays ne souhaitera vraisemblablement pas rester dans une telle situation. Cela permet aussi de se concentrer sur les périodes où la dépense publique a un impact fort sur l'économie tandis que les finances publiques sont généralement contraintes. Les fortes crises ont également un impact social disproportionné. Bien que bénéficiant aux chômeurs de longue durée, le dispositif ne financerait pas le chômage structurel puisqu'il serait assis sur la variation du taux de chômage et non son niveau.

Il est toutefois difficile d'imaginer une ACE sans une harmonisation minimale préalable des marchés du travail. Les asy-

métries existantes en la matière font que le taux de chômage réagit différemment à un même choc dans des pays différents, ce qui rend les transferts prédictibles *ex ante*⁵¹. Harmoniser les marchés du travail au sein de la zone euro est souhaitable en soi pour améliorer le fonctionnement de l'union monétaire en renforçant l'impact de la politique monétaire commune et en favorisant la mobilité du travail. C'est cependant une tâche considérable dont l'ACE serait un élément et non une finalité. Comme pour l'euro, l'accès à cette ACE ne se ferait qu'après avoir rempli un certain nombre de critères de convergence, avec l'objectif que tous les pays de la zone euro rejoignent le dispositif⁵².

Recommandation 5. Lancer un programme ambitieux de convergence des marchés du travail. Un système commun de (ré)assurance chômage en cas de crise serait l'un des éléments de ce projet, avec des contributions pouvant varier selon les pays.

Cette convergence prendra du temps. Cependant le potentiel de stabilisation de l'assurance chômage pourrait déjà être exploité pleinement à travers des comptes nationaux d'ajustement (voir *supra*).

La crise a montré qu'une monnaie commune sans politique budgétaire commune n'était pas viable. Néanmoins, transformer la zone euro en entité fédérale prendra du temps, si tant est que le projet aboutisse. En attendant, il est urgent de renforcer le MES, d'étendre ses missions et de corriger la tendance des politiques budgétaires nationales à accentuer le cycle plutôt que de l'atténuer, dans les périodes favorables comme défavorables. ●

⁴⁹ Voir Claeys G., Z. Darvas et G. Wolff (2014) : « Benefits and Drawbacks of European Unemployment Insurance », *Bruegel Policy Brief*, n° 2014/06, septembre et Bénassy-Quéré A. et A. Keogh (2015) : « Une assurance chômage européenne ? », *Focus du CAE*, n° 7.

⁵⁰ Voir Caudal N., N. Georges, V. Grossmann-Wirth, J. Guillaume, T. Lellouch et A. Sode (2013) : « Un budget pour la zone euro », *Trésor-Eco*, n° 120, octobre, et Gros (2014) *op. cit.*

⁵¹ À partir d'estimations économétriques pour vingt pays de l'OCDE de 1960 à 1995, Blanchard et Wolfers (2000) trouvent que « des taux de remplacement plus élevés, des durées d'indemnisation plus longues, des protections d'emplois plus fortes, des taxes salariales plus élevées, une couverture syndicale plus étendue et plus dense conduisent les chocs à avoir des effets plus importants sur le chômage » (p. 20). Blanchard O. et J. Wolfers (2000) : « The Role of Shocks and Institutions in the Rise of European Unemployment: The Aggregate evidence », *The Economic Journal*, n° 110, mars.

⁵² Un parallèle avec l'Union bancaire peut être fait ici, quand un projet ambitieux au niveau de la zone euro déclenche des réformes audacieuses au niveau national. Voir Ministero dell'Economia e delle Finanze (2015) : *A European Unemployment Insurance Scheme*, octobre. Dans le cas du marché du travail, le système pourrait par exemple couvrir le risque qu'une protection réduite de l'emploi provoque une augmentation soudaine du taux de chômage.



**conseil d'analyse
économique**

Le Conseil d'analyse économique, créé auprès du Premier ministre, a pour mission d'éclairer, par la confrontation des points de vue et des analyses de ses membres, les choix du Gouvernement en matière économique.

Présidente déléguée Agnès Bénassy-Quéré

Secrétaire générale Hélène Paris

Conseillers scientifiques

Jean Beuve, Clément Carbonnier,
Manon Domingues Dos Santos,
Aurélien Eyquem

Assistant de recherche

Paul Berenberg-Gossler

Membres Agnès Bénassy-Quéré, Antoine Bozio,
Pierre Cahuc, Brigitte Dormont, Lionel Fontagné,
Cecilia García-Peñalosa, Augustin Landier,
Pierre Mohnen, Corinne Prost, Xavier Ragot,
Jean Tirole, Alain Trannoy, Étienne Wasmer,
Guntram Wolff

Correspondants

Anne Perrot, Christian Thimann

Les Notes du Conseil d'analyse économique
ISSN 2273-8525

Directrice de la publication Agnès Bénassy-Quéré
Rédactrice en chef Hélène Paris
Réalisation Christine Carl

Contact Presse Christine Carl
christine.carl@cae-eco.fr Tél. : 01 42 75 77 47